

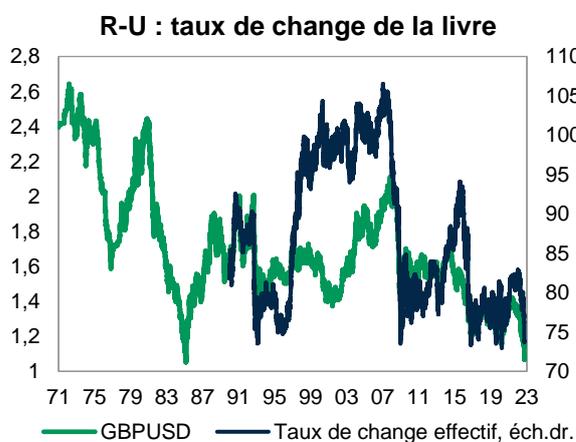
Perspectives

N°22/289 – 4 octobre 2022

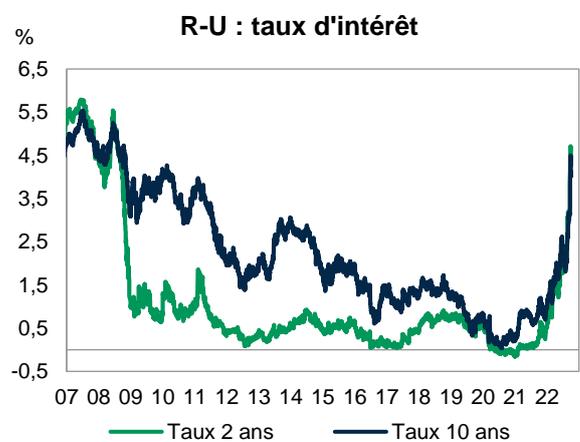
ROYAUME-UNI – La BoE intervient en urgence dans une tempête de méfiance sur les marchés des gilts

L'annonce, le 21 septembre dernier, par le nouveau Chancelier de l'Echiquier Kwasi Kwarteng d'un plan de relance significatif, entièrement financé par de la dette et composé essentiellement de baisses d'impôts, a provoqué un dévissage des marchés britanniques, un plongeon de la livre à un plus bas historique contre le dollar (à 1,0327 dans la journée du 26 septembre) et une forte hausse des taux (à près de 4,6% pour le taux deux ans, un plus haut depuis la crise de 2008). Le coût des baisses d'impôts est estimé à 45 milliards de livres d'ici 2026/27, dont 20 Mds £ sur les six prochains mois. À cela s'ajoute 60 milliards de livres d'emprunt supplémentaire sur la même période pour le plafonnement du prix de l'énergie pour les ménages et les entreprises. Dans la foulée du plan de relance, des émissions d'obligations souveraines à hauteur de 72 milliards de livres ont été annoncées par l'Office de gestion de la dette DMO pour couvrir ce besoin de financement.

Les anticipations de marché sur le taux directeur se sont envolées (à près de 6% en 2023). Des spéculations sur une intervention de la *Bank of England* (BoE) en dehors du calendrier des réunions de politique monétaire, afin de soutenir la livre et le marché des titres publics, ne se sont pas fait attendre. La BoE a effectivement communiqué, et ce à deux reprises, cette semaine. Le 26 septembre, pour affirmer qu'elle attendrait la prochaine réunion du *Monetary Policy Committee* du 3 novembre, pour prendre une décision réfléchie sur la base de ses nouvelles prévisions d'inflation. Donc la probabilité d'une hausse d'urgence des taux a fortement baissé au profit de celle d'une action agressive lors de la réunion du 3 novembre avec des marchés anticipant un relèvement de 100 points de base (contre 50 pdb annoncé en septembre). La hausse des taux s'est par ailleurs poursuivie avec un taux dix ans dépassant 4,7% dans la journée de mardi.



Source : Bloomberg, Crédit Agricole S.A.



Source : Datastream, Crédit Agricole S.A.

La BoE s'est donc vue obligée de communiquer une deuxième fois le 28 septembre, en annonçant des achats immédiats d'obligations publiques à long terme (*gilts*) pour rétablir le bon fonctionnement de marchés. Elle a justifié son intervention par le besoin de préserver la stabilité financière et d'écartier la possibilité de contagion sur les conditions de crédit pour l'économie réelle si la hausse de taux persistait. Les achats se feront sur une courte durée (jusqu'au 14 octobre), ciblés sur les durations longues et d'une ampleur « aussi élevée que nécessaire ». Il semblerait que la hausse des taux menaçait depuis quelques jours la solvabilité des grands fonds de pension britanniques en raison de leur exposition élevée à des titres de durée longue et à leur recours, devenu très important ces dernières années, aux produits dérivés et à des effets de levier significatifs. Des appels de marge en hausse menaçaient la solvabilité de ces fonds de pension, en mettant à mal leur trésorerie. Il y avait un risque de cercle vicieux de ventes massives de titres de dette sur le marché, amplifiant ainsi la hausse des taux. La BoE semble avoir voulu casser ce cercle vicieux.

Autre annonce importante de la banque centrale, la BoE maintient néanmoins son intention de vendre des titres dans le cadre de son programme de resserrement quantitatif. Seulement, elle le reporte au 31 octobre prochain (au lieu du 3 octobre), tout en maintenant l'objectif d'une réduction de 80 milliards de livres par an de son stock de titres. En ce qui concerne la prochaine hausse de taux, la réunion de politique monétaire du 3 novembre prochain est confirmée comme la date la plus probable, et la BoE n'hésitera pas à monter ses taux « autant que possible » pour ramener l'inflation à sa cible de manière soutenable.

Enfin, dans un communiqué-surprise du 27 septembre, le FMI a critiqué le plan fiscal du gouvernement en disant qu'il ne recommandait pas de telles mesures non-calibrées, puisqu'il est important, dans le contexte actuel d'inflation élevée, que la politique budgétaire n'agisse pas à l'encontre des objectifs de la politique monétaire. Il a en particulier remis en question les baisses d'impôts qui bénéficieraient aux revenus élevés et suggère au gouvernement de saisir l'occasion du budget du 23 novembre prochain pour réévaluer son plan.

✓ Notre opinion – *L'assouplissement fiscal (3,2% du PIB sur les six prochains mois) annoncé par le gouvernement de Liz Truss pourrait se justifier compte tenu de la stagnation de l'économie et de la probabilité forte d'une entrée en récession, mais ce serait ignorer le fait que l'inflation est beaucoup trop élevée 9,9% en août) et qu'elle devrait continuer d'augmenter en raison de la hausse des prix de l'énergie. Le plafonnement des prix de l'énergie pour les ménages et les entreprises a été bien accueilli : il permet de diminuer le pic de l'inflation et par là les risques sur les anticipations d'inflation. Il permet aussi de limiter la baisse du pouvoir d'achat et est donc par nature inflationniste. En revanche, les baisses d'impôts sont plus difficilement justifiables. Elles vont amplifier encore les pressions inflationnistes dans la mesure où elles devraient stimuler la demande à moyen terme et conduire à une inflation élevée plus durablement. De plus, beaucoup des mesures annoncées sont en faveur des classes aisées, pour lesquelles il y a moins d'urgence à soutenir leur consommation. Le FMI a donc à juste titre mis en garde contre une aggravation des inégalités.*

Plus grave encore, le découplage entre politique monétaire et politique budgétaire. Les émissions de dette qui serviront à financer le plan de relance arrivent à un moment où la politique monétaire n'est plus là pour accompagner le gouvernement en finançant ses emprunts. La BoE augmente ses taux (à 2,25% à l'issue de sa réunion de septembre) et a annoncé en août dernier un plan de resserrement quantitatif (de 80 milliards de livres de gilts par an), qui est susceptible d'augmenter encore plus l'offre de titres sur les marchés (et donc la hausse des taux, les investisseurs étrangers exigeant des rendements plus élevés pour détenir des titres britanniques).

Les marchés ont sanctionné la politique du nouveau gouvernement britannique par crainte non seulement d'une détérioration des finances publiques, mais surtout d'une inflation encore plus forte et donc de la nécessité de taux plus élevés pour la maîtriser. Les actions de la BoE ont permis de stabiliser les marchés, la livre a effacé ses pertes et les taux se sont significativement détendus depuis son annonce. En revanche, le risque de voir de nouveaux épisodes de tension n'a pas disparu, tant qu'il n'y a pas un engagement clair de discipline budgétaire de la part du gouvernement et de chiffrage officiel de l'impact sur les finances publiques. L'OBR publiera seulement le 23 novembre prochain l'analyse de l'impact du plan de relance sur les prévisions économiques et financières. D'ici là, les marchés devront digérer un début de resserrement quantitatif par la BoE. Le Royaume-Uni n'est donc pas à l'abri d'une nouvelle tempête sur les marchés.

Consultez nos dernières parutions en accès libre sur Internet :

Date	Titre	Thème
03/10/2022	<u>Italie – Au lendemain des élections italiennes, la deuxième mi-temps commence</u>	Italie
03/10/2022	<u>Zone euro – Regard sur la conjoncture de la semaine écoulée</u>	Zone euro
30/09/2022	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
29/09/2022	<u>Géopolitique – Le temps des choix, l'heure des choix</u>	Géopolitique
27/09/2022	<u>Angola – L'économie reprend son souffle sous le redressement du marché des hydrocarbures</u>	Afrique et Moyen-Orient
26/09/2022	<u>France – Face au choc d'inflation, des mesures pour protéger le pouvoir d'achat</u>	France
26/09/2022	<u>Colombie – Combiner priorités sociales fortes et souci de préservation d'une réputation de sérieux...</u>	Colombie
26/09/2022	<u>Zone euro – Les enquêtes d'activité confirment un recul de la croissance au T3</u>	Zone euro
23/09/2022	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
22/09/2022	<u>Mexique – Budget 2022 : scénario optimiste</u>	Mexique
22/09/2022	<u>L'erreur des banques centrales face à l'inflation : des critiques faciles, à nuancer</u>	Monde
22/09/2022	<u>Inde – Résister face aux vents contraires</u>	Inde
21/09/2022	<u>Espagne – Les effet du plafonnement des prix du gaz</u>	Espagne
20/09/2022	<u>Royaume-Uni - Regard sur la conjoncture de la semaine écoulée</u>	Royaume-Uni
19/09/2022	<u>Europe – Les 27 un peu plus unis sur l'énergie</u>	Europe
16/09/2022	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
16/09/2022	<u>Pologne – L'inflation met à mal la résilience économique</u>	PECO
15/09/2022	<u>Royaume-Uni – Un plan colossal de soutien à la demande face à la crise énergétique</u>	Royaume-Uni

Crédit Agricole S.A. — Direction des Études Économiques

12 place des États-Unis – 92127 Montrouge Cedex

Directeur de la Publication : Isabelle Job-Bazille

Rédacteur en chef : Armelle Sarda

Documentation : Dominique Petit – **Statistiques** : Robin Mourier, Alexis Mayer

Secrétariat de rédaction : Véronique Champion

Contact: publication.eco@credit-agricole-sa.fr

Consultez les Études Économiques et abonnez-vous gratuitement à nos publications sur :

Internet : <https://etudes-economiques.credit-agricole.com/>

iPad : application **Études ECO** disponible sur App store

Android : application **Études ECO** disponible sur Google Play

Cette publication reflète l'opinion de Crédit Agricole S.A. à la date de sa publication, sauf mention contraire (contributeurs extérieurs). Cette opinion est susceptible d'être modifiée à tout moment sans notification. Elle est réalisée à titre purement informatif. Ni l'information contenue, ni les analyses qui y sont exprimées ne constituent en aucune façon une offre de vente ou une sollicitation commerciale et ne sauraient engager la responsabilité du Crédit Agricole S.A. ou de l'une de ses filiales ou d'une Caisse Régionale. Crédit Agricole S.A. ne garantit ni l'exactitude, ni l'exhaustivité de ces opinions comme des sources d'informations à partir desquelles elles ont été obtenues, bien que ces sources d'informations soient réputées fiables. Ni Crédit Agricole S.A., ni une de ses filiales ou une Caisse Régionale, ne sauraient donc engager sa responsabilité au titre de la divulgation ou de l'utilisation des informations contenues dans cette publication.